



Senato della Repubblica



Camera dei deputati

Giunte e Commissioni

XVIII LEGISLATURA

RESOCONTO STENOGRAFICO

n. 10

**COMMISSIONE PARLAMENTARE DI CONTROLLO  
SULL'ATTIVITÀ DEGLI ENTI GESTORI DI FORME  
OBBLIGATORIE DI PREVIDENZA E ASSISTENZA  
SOCIALE**

INDAGINE CONOSCITIVA SULLE POLITICHE DI  
INVESTIMENTO E SPESA DEI FONDI PENSIONE  
E DELLE CASSE PROFESSIONALI

13<sup>a</sup> seduta: martedì 12 novembre 2019

Presidenza del presidente PUGLIA

## INDICE

## Sulla pubblicità dei lavori

PRESIDENTE:

- PUGLIA (M5S), senatore . . . . . Pag. 3

**Indagine conoscitiva sulle politiche di investimento e spesa dei fondi pensione e delle casse professionali: audizione del Presidente e del Presidente del collegio sindacale della Cassa nazionale di previdenza ed assistenza per gli ingegneri e architetti liberi professionisti (Inarcassa)**

PRESIDENTE:

- PUGLIA (M5S), senatore Pag. 3, 15, 16 e passim  
PAGANO Alessandro (Lega), deputato . . . . . 15, 19  
LANNUTTI (M5S), senatore . . . . . 16SANTORO, Presidente della Cassa di previdenza ed assistenza per gli ingegneri e architetti . . . . . Pag. 5, 6, 17 e passim  
MIZZAU, Direttore generale della Cassa . . . . . 5  
GRANATA, Responsabile della direzione patrimonio della Cassa . . . . . 9, 19  
MISIANI MAZZACUVA, Presidente del Collegio dei sindaci della Cassa . . . . . 12

---

**N.B.** L'asterisco accanto al nome riportato nell'indice della seduta indica che gli interventi sono stati rivisti dall'oratore.

Segle dei Gruppi parlamentari del Senato della Repubblica: Forza Italia-Berlusconi Presidente: FI-BP; Fratelli d'Italia: FdI; Italia Viva-P.S.I.: IV-PSI; Lega-Salvini Premier-Partito Sardo d'Azione: L-SP-PSd'Az; MoVimento 5 Stelle: M5S; Partito Democratico: PD; Per le Autonomie (SVP-PATT, UV): Aut (SVP-PATT, UV); Misto: Misto; Misto-Liberi e Uguali: Misto-LeU; Misto-MAIE: Misto-MAIE; Misto-Più Europa con Emma Bonino: Misto-PEcEB.

Segle dei Gruppi parlamentari della Camera dei deputati: MoVimento 5 Stelle: M5S; Lega-Salvini Premier: Lega; Forza Italia-Berlusconi presidente: FI; Partito Democratico: PD; Fratelli d'Italia: FDI; Italia Viva: IV; Liberi e Uguali: LEU; Misto: Misto; Misto-Cambiamo!-10 Volte Meglio: Misto-C10VM; Misto-Minoranze Linguistiche: MISTO-MIN.LING.; Misto-Noi con l'Italia-USEI: Misto-NCI-USEI; Misto-+Europa-Centro Democratico: Misto-+E-CD; Misto-MAIE-Movimento associativo italiani all'estero: Misto-MAIE.

*Intervengono, per la Cassa nazionale di previdenza ed assistenza per gli ingegneri e architetti liberi professionisti (Inarcassa) il presidente, architetto Giuseppe Santoro, e il presidente del collegio dei sindaci, dottor Massimiliano Misiani Mazzacuva, accompagnati dal direttore generale, dottor Marco Maria Luchino Mizzau, e dal responsabile della direzione patrimonio, dottor Alfredo Granata.*

*I lavori hanno inizio alle ore 11,45.*

*(Si approva il processo verbale della seduta precedente).*

#### SULLA PUBBLICITÀ DEI LAVORI

PRESIDENTE. Comunico che, ai sensi dell'articolo 33, comma 4, del Regolamento del Senato, è stata richiesta l'attivazione dell'impianto audiovisivo, con contestuale registrazione audio, e che la Presidenza del Senato ha fatto preventivamente conoscere il proprio assenso. I lavori della Commissione, che saranno oggetto di registrazione, potranno essere quindi seguiti dall'esterno sulla *web TV* della Camera.

Avverto che dell'audizione odierna verranno redatti e pubblicati il Resoconto sommario e il Resoconto stenografico.

Se non vi sono osservazioni, tale forma di pubblicità è dunque adottata per il prosieguo dei lavori.

**Indagine conoscitiva sulle politiche di investimento e spesa dei fondi pensione e delle casse professionali: audizione del Presidente e del Presidente del collegio sindacale della Cassa nazionale di previdenza ed assistenza per gli ingegneri e architetti liberi professionisti (Inarcassa)**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca il seguito dell'indagine conoscitiva sulle politiche di investimento e spesa dei fondi pensione e delle casse professionali, sospesa nella seduta del 5 novembre scorso.

Desidero ringraziare il dottor Santoro, presidente dell'Inarcassa, il dottor Misiani Mazzacuva, presidente del collegio dei sindaci, il dottor Mizzau, direttore generale, e il dottor Granata, responsabile della direzione patrimonio, per la loro disponibilità a partecipare ai lavori della Commissione.

I rappresentanti di Inarcassa sono chiamati, in questa sede, a fornire il loro autorevole contributo sul tema delle politiche di investimento e di spesa delle casse professionali. Con l'incontro odierno completiamo un ciclo, nel quale sono stati chiamati a intervenire gli enti previdenziali privati di maggiori dimensioni, dal punto di vista della dotazione patrimoniale:

l'Ente nazionale di previdenza ed assistenza dei medici e degli odontoiatri (ENPAM), la Cassa nazionale di previdenza e assistenza forense, la Cassa nazionale di previdenza ed assistenza dei dottori commercialisti (CNPADC), l'Ente nazionale di assistenza per gli agenti e i rappresentanti di commercio (Enasarco) e, quest'oggi, l'Inarcassa. L'attivo complessivo di questi cinque soggetti rappresenta il 73 per cento degli 87 miliardi di euro che sono amministrati dal settore.

Soffermandoci su Inarcassa, osserviamo che il numero degli iscritti nel 2018 si aggira intorno alle 169.000 unità, con una dinamica leggermente crescente negli ultimi cinque anni. I giovani iscritti, che usufruiscono della contribuzione ridotta, sostengono una platea professionale, che ha fatto registrare anche un buon recupero reddituale fra il 2014 e il 2017, dopo sette anni di crisi, in cui il prodotto della categoria si è ridotto in misura superiore al 20 per cento, con una differenza considerevole fra gli ingegneri, che hanno sofferto di meno, e gli architetti, che nel momento peggiore hanno perso il 30 per cento del reddito complessivo. La somma dei contributi soggettivi e integrativi versati nel 2018 supera il miliardo di euro e va a finanziare prestazioni pensionistiche, erogate a circa 34.000 soggetti, per un importo di poco superiore a 650 milioni di euro. C'è quindi una interessante sostenibilità nel rapporto tra prestazioni e contributi.

Le prestazioni assistenziali hanno invece riguardato, sempre nel 2018, 3.334 soggetti, per un ammontare di spesa di 30 milioni di euro, in merito ai quali chiedo al presidente di fornirci qualche elemento di approfondimento. Il saldo della gestione, pari a 519 milioni di euro nel 2018, ha continuato ad alimentare un patrimonio, che ha ormai superato i 10 miliardi di euro. Di fronte a un capitale così rilevante, l'interesse della Commissione è quello di capire come vi siete organizzati per la gestione del relativo portafoglio investimenti e dei conflitti di interesse che ne possono derivare. Vi chiediamo quindi quali sono i presidi previsti per selezionare e per realizzare un controllo efficace sui soggetti che gestiscono le vostre risorse, che, ricordiamolo sempre, costituiscono la garanzia delle future prestazioni pensionistiche e assistenziali. Tutto ciò, anche alla luce della mancata attuazione della normativa primaria, che prevede l'adozione di una specifica regolamentazione per gli investimenti degli enti previdenziali privati.

Riprendendo un argomento emerso anche nelle precedenti audizioni, c'è anche la curiosità di capire quale parte di questo ingente patrimonio finisce per finanziare attività che si svolgono nel territorio dello Stato e quale parte va invece ad alimentare la finanza internazionale. Se è possibile, chiedo anche una riflessione che aiuti i membri della Commissione a comprendere perché non si riesca ad avere strumenti utili, pratici e interessanti per finanziare le attività nel territorio italiano. Qui mi fermo, poiché credo che i temi sollevati siano già tanti e, ringraziandolo ancora per la sua presenza, cedo la parola al presidente Santoro.

*SANTORO.* Desidero innanzitutto ringraziare la Commissione per l'audizione odierna. Interverrà per primo il direttore generale, per una breve presentazione dell'ente, poi prenderò la parola, anche per rispondere alle domande che mi ha posto il Presidente, e in seguito interverrà il nostro responsabile del patrimonio, dottor Granata, a proposito dei conflitti di interesse, dell'adozione del cosiddetto regolamento investimenti e del grande binomio degli investimenti nazionali e internazionali, proprio per far comprendere che guardiamo molto al sistema e all'economia reale italiana e questo è anche il motivo per cui forse non si riesce ad esprimere bene il portafoglio degli investimenti in Italia. Infine anche il dottor Misiani Mazzacuva, se vorrete, potrà rispondere alle vostre domande.

*MIZZAU.* Integro la breve introduzione del presidente Santoro, dicendo che, nel momento in cui abbiamo ricevuto la vostra richiesta di audizione, abbiamo pensato di articolare la presentazione e la documentazione, che oggi vi consegniamo, sulla base delle direttrici che erano presenti nella vostra comunicazione. Vi verrà dunque illustrato da me un breve quadro di sintesi, anche sotto il profilo normativo e regolatorio, per analizzare la posizione di Inarcassa. Passeremo poi a presentare un documento, denominato «Allegato 1», che illustra la politica di spesa, ovvero le prestazioni più caratteristiche e di *welfare*, come richiesto dalla vostra comunicazione, un documento denominato «Allegato 2», che illustra la politica di investimento, e infine il bilancio sociale 2018, a cui seguirà un intervento finale da parte del dottor Misiani Mazzacuva.

Come sapete, la Commissione di vigilanza sui fondi pensione (Covip) ha il compito di vigilare sull'efficace e sull'efficiente modalità di investimento dei fondi pensione e delle casse di previdenza. Al 2018 risultano esistenti 398 forme pensionistiche, tra fondi pensione aperti, fondi pensione negoziali, piani individuali pensionistici «nuovi» e fondi pensione preesistenti. Attualmente le casse di previdenza sono 22, 15 ai sensi del decreto legislativo n. 509 del 1994 e 7 di cui al decreto legislativo n. 103 del 2006. Di fatto, la Covip vigila su circa 250 miliardi di euro di risparmio previdenziale e su 10 milioni di iscritti e pensionati. Voglio citare alcuni dati rilevanti sulle casse di previdenza professionali, che a mio avviso sono propedeutici per introdurre l'argomento. Esse hanno circa 1,8 milioni di iscritti, tra attivi e pensionati, e un patrimonio che – come è stato scritto nell'ultima relazione della Covip e ripreso anche nel 4° convegno dell'Associazione degli enti previdenziali privati (ADEPP) – è passato, dalla data di attuazione del decreto-legge n. 98 del 2011, da 55 miliardi di euro a 87 miliardi di euro, ovvero è aumentato di più del 50 per cento. Tornando alla riflessione che il presidente Puglia ha svolto in apertura di seduta, è interessante notare che 5,5 miliardi di euro vengono investiti dalle casse in imprese italiane, contro i 4,4 miliardi di euro dei fondi pensione. Al 2018 abbiamo circa 10 miliardi di euro di entrate contributive e circa 6,7 miliardi di euro di uscite per prestazioni. Penso che un altro dato rilevante, oltre a quello dei pensionati, che complessivamente ammontano a più di 413.000, sia anche il fatto che le uscite per presta-

zioni di *welfare* (che superano i 500 milioni di euro) abbiano un ammontare quasi uguale a quello delle uscite fiscali.

Tornando al decreto-legge n. 98 del 2011, di cui come sapete non è stato ancora portato a termine il processo di attuazione, mi preme sottolineare un concetto, che poi verrà illustrato nel dettaglio dal dottor Granata. Visto che tale provvedimento disciplina i conflitti di interesse, la banca depositaria e soprattutto il ruolo dei *risk manager*, nel 2012 la Cassa ha fatto realizzare uno studio di fattibilità ad una primaria società di consulenza strategica, la KPMG, da cui poi è scaturita una rigorosa analisi e un'articolazione del processo degli investimenti e una *policy* ad esso correlata.

Dall'analisi che abbiamo fatto, anche basandoci sui dati della Covip, risulta che tutte le Casse si sono dotate di una struttura organizzativa interna preposta agli investimenti. Alcune hanno addirittura focalizzato un'unità organizzativa proprio agli investimenti immobiliari; 18 casse su 22 si sono dotate di un *advisor*, addirittura dieci ne hanno più di uno, essenzialmente per *asset allocation strategy* e *asset liability management*; 16 casse su 22 hanno utilizzato degli organismi consultivi, di cui fanno parte alcuni membri del consiglio di amministrazione; inoltre 13 casse su 22 utilizzano degli intermediari specializzati per i mandati di gestione. In conclusione, dalla panoramica al 2018 della Covip risulta che nove casse, tra cui la nostra, abbiano la banca depositaria.

Per dare giusto qualche numero, come avrete visto, ad oggi sul totale delle attività degli 87 miliardi vale la regola degli 80/20; ovvero le 5 casse principali (Ente nazionale di previdenza ed assistenza dei medici e degli odontoiatri, Cassa nazionale di previdenza e assistenza forense, Inarcassa, Cassa di previdenza ed assistenza dottori commercialisti e Ente nazionale di assistenza per gli agenti e i rappresentanti di commercio) detengono praticamente il 75 per cento di questo valore. Su tali 87 miliardi, circa 35 sono investimenti domestici e 37 sono investimenti non domestici. Se analizziamo il quinquennio 2014-2018 notiamo che si sono ridotti gli investimenti immobiliari, si sono mantenuti *flat* quelli in titoli di capitale e invece sono raddoppiati (tanto che adesso cubano circa 22,2 miliardi) quelli in organismi di investimento collettivo di valori immobiliari.

Lascerei ora la parola al presidente, che vi illustrerà l'allegato 1 sulla politica di spesa, le prestazioni più caratteristiche e le politiche di *welfare*.

**SANTORO.** Signor Presidente, inizio la mia esposizione da un dato numerico fondamentale, che ha fatto compiere a Inarcassa una riforma importante. Il rapporto tra iscritti e pensionati in Inarcassa è oggi di 4,94 e ancora deve arrivare l'ondata dei *baby boomer*; ricordo a me stesso che nell'INPS questo rapporto è di 1,435, quindi potete immaginare il tipo di complessità che deve affrontare un ente di previdenza come il nostro, che, come tutti gli altri, non riceve finanziamenti da parte dello Stato. Proprio per affrontare queste tematiche, nel 2012 una delle riforme più importanti avvenute in Inarcassa ha portato al passaggio al sistema contributivo *pro rata*; inoltre, memori del retaggio portato da un sistema retributivo (si

trattava, quindi, di un importante cambiamento), abbiamo istituito la pensione minima, ma con una prova dei mezzi a seconda dell'ISEE, che oggi deve essere al di sotto dei 33.000 euro. Abbiamo altresì inserito un'innovazione molto importante anche per il sistema previdenziale statale, cioè la media quinquennale del monte redditi Inarcassa, anziché quella quinquennale del PIL. Questo è un dato fondamentale e ha determinato una svolta, tant'è che oggi ci sorprende vedere come altre casse di previdenza si stiano adeguando a questa che è una media rilevante che riguarda la categoria.

Abbiamo inserito il pensionamento flessibile con la pensione anticipata, che con l'ultima modifica porta ad una detrazione dello 0,43 per cento del mese e ciò significa poter andare in pensione anticipata tre anni prima, lasciare circa il 15,5 per cento della pensione a sostegno delle generazioni future, ma poter continuare a lavorare. Abbiamo altresì ritenuto che anche i pensionati dovessero pagare il contributo soggettivo minimo per intero (ovviamente pagavano già in misura intera il saldo come tutti gli altri iscritti, proprio per non fare differenze).

Quanto alle ragioni di questa strategia, le dinamiche che riguardano i liberi professionisti sono note a tutti: l'assunto di base è che essi vivono più degli altri cittadini italiani. In genere, chi esercita la libera professione ha più contatti con il mondo reale, quindi presupponiamo abbia una speranza media di vita più lunga, tant'è che gli uomini in Inarcassa a sessantatré anni hanno una speranza media di vita di 22,5 anni, contro quella degli altri cittadini italiani pari a 20,7 anni; le donne in Inarcassa a sessantatré anni hanno una speranza media di vita di 25,8 anni, mentre le altre cittadine italiane di 24,1 anni. Provate quindi a comprendere che per un ente di previdenza, al di là dei canoni generali cui adeguarsi, avere delle proiezioni nel tempo più lunghe, che quindi devono consentire una sostenibilità prolungata, costringe a una maggiore rigidità nelle regole.

Abbiamo studiato che per un ragazzo o una ragazza iscritti nel 2013 con il sistema contributivo, che fino al 2052 avrà un reddito medio di 15.900 euro lordi annui, il tasso di sostituzione netto è del 64,3 per cento, quindi lordo del 46 per cento. Considerate che in un sistema contributivo viene considerato efficiente un tasso netto quanto meno al 50 per cento e per noi questo è un elemento fondamentale.

Sono già stati tracciati due dati fondamentali: dal punto di vista previdenziale, i contributi assommano a circa 1 miliardo e 50.000 euro l'anno; dal punto di vista delle uscite siamo intorno a 650.000 euro l'anno, con 30.000 pensionati Inarcassa, che però non sono interamente in capo a noi. Noi ci mettiamo sempre nelle posizioni più difficili: non sono proprio 30.000 i pensionati cosiddetti interi di Inarcassa, ma circa 24.000; ve ne sono altri che a settant'anni diventano pensionati Inarcassa anche con un anno o pochi mesi di contribuzione, quindi in posizioni residuali.

Ciò ha contribuito a far sì che la capitalizzazione di questo ente, che inizia ad essere veramente importante, cubi oggi circa 65.000 euro ad iscritto: il patrimonio, diviso il numero degli iscritti, somma 65.000 euro ed è in continuo aumento. È una riserva legale; sapete che il limite

minimo del rapporto tra patrimonio netto e spesa per pensioni corrente è di cinque annualità: noi siamo a 16,3 annualità e questo per noi costituisce un elemento molto importante.

Il numero di 34.000 a cui lei si richiamava si riferisce ai pensionati, di cui ovviamente la maggior parte (16.800) percepisce pensioni di vecchiaia, per un onere di 445 milioni di euro, cui si aggiungono quelle di anzianità, di invalidità, di inabilità, quelle per i superstiti e quelle di reversibilità adeguate ai nostri sistemi, ai nostri calcoli.

Un elemento fondamentale che vorrei accennare a lei, signor Presidente, e alla Commissione riguarda l'autonomia anche dal punto di vista previdenziale. Noi non abbiamo aderito al saldo, allo stralcio, alla rottamazione; Inarcassa non ha bisogno di condoni, non ne ha mai fatto uno; di questo non ne fa un vanto ma lo ritiene un punto fermo, anche perché da due anni aderiamo al mese dell'educazione finanziaria e previdenziale insieme ai Ministeri dell'economia e delle finanze e del lavoro e delle politiche sociali, perché lo riteniamo assolutamente fondante. Tale atteggiamento è quanto meno distonico quando la politica approva alcuni passaggi, come il saldo o lo stralcio dei contributi oltre che delle sanzioni; Inarcassa lo considera un piccolo baluardo, un piccolo sistema di difesa, tant'è che ritiene che il passaggio giusto in questo momento sia abbassare le sanzioni. Lo abbiamo ottenuto, ahimè esclusivamente dal giudice, perché i Ministeri avevano bocciato l'abbassamento delle sanzioni, ma il TAR ci ha dato ragione e insieme ai Dicasteri stiamo valutando il percorso da seguire.

Un altro passaggio importante riguarda il tasso di capitalizzazione dei nostri montanti contributivi, che per il 2014 e il 2015 abbiamo stabilito di elevare in un momento difficilissimo in cui l'edilizia ha segnato un calo del 40 per cento. Ha ragione lei: con le dovute differenze, gli ingegneri riescono a proporsi nel mondo del lavoro meglio degli architetti, forse per cultura universitaria, per i loro studi e per la loro flessibilità, anche se non hanno la partita IVA, mentre se un architetto non ha la partita IVA ha maggiori difficoltà. Con le opportune differenze, se crolla il mercato dell'edilizia, crolla il reddito degli architetti. Non è che gli ingegneri stiano molto meglio, però l'edilizia è molto legata agli architetti e, se ha un crollo, crolla anche il loro reddito.

Concludo il mio intervento con un elemento, che ritengo fondamentale, a proposito dell'autonomia degli enti. Sapete che dal 2015 esiste l'indennità di paternità anche per i liberi professionisti, ma a condizione che la madre, libera professionista, muoia (è legge dello Stato) o sia incapace di intendere e di volere, oppure che il giudice stabilisca l'affidamento esclusivo al padre. Inarcassa ha deciso di guardare alla genitorialità, perché riteniamo che anche un papà, ingegnere o architetto, che abbia una moglie casalinga, che quindi non percepisce alcuna indennità di maternità, debba poter accedere all'indennità di paternità. A ciò provvede dunque Inarcassa, con parte del contributo integrativo, ad esclusivo vantaggio di questi soggetti.

Rendendomi disponibile a rispondere a tutte le domande che vorrete rivolgermi, lascio la parola al dottor Granata, che interverrà a proposito della politica degli investimenti, con particolare riferimento alle domande poste dal Presidente.

*GRANATA.* Ringraziando il presidente Puglia e tutti i membri della Commissione, passo ad illustrare le *slide* riguardanti la politica di investimento di Inarcassa, che abbiamo consegnato agli uffici della Commissione.

Nel grafico contenuto a pagina 4 si vede, in maniera evidente, l'evoluzione e la dinamica della dimensione patrimoniale, a cui il presidente Puglia faceva inizialmente riferimento. Secondo un aggiornamento puntuale, che, come spiegherò di qui a poco, siamo assolutamente in grado di fare, il patrimonio, a valori di mercato, è aumentato ben sopra gli 11 miliardi di euro: siamo infatti sopra agli 11,2 miliardi di euro di patrimonio investibile, al netto dei crediti contributivi, che evidentemente non possono essere oggetto di investimento, in quanto non ancora incassati. Questa evoluzione e questa dimensione, diventata sempre più rilevante, come riportano i dati a cui faceva riferimento il presidente Puglia in apertura, tanto da essere la terza cassa per dimensione patrimoniale investibile fra le casse di previdenza, dopo l'ENPAM e la Cassa forense, necessitava evidentemente di un'organizzazione, data la complessità e la dimensione del patrimonio. Era infatti necessaria un'organizzazione e una disciplina degli investimenti adeguate a quella che, se ribaltata sul mondo «imprenditoriale» dell'*asset management*, sarebbe la quinta o la sesta SGR di investimento italiana.

Non a caso, come potete vedere nel grafico a pagina 5, l'evoluzione del patrimonio rispecchia la progressiva complessità del patrimonio investito stesso. Come vedete, negli ultimi venti anni, quella che era originariamente una componente patrimoniale distribuita esclusivamente sull'*asset* immobiliare e dei titoli di Stato, sostanzialmente obbligazionario, nel tempo si è andata, via via, sempre più diversificando. Limitandosi alle cinque macro-categorie in cui è distribuito l'intero patrimonio (immobiliare, monetario, obbligazionario, azionario e la categoria che, da qualche anno a questa parte, abbiamo ridenominato «Ritorno assoluto e investimenti reali»), la componente immobiliare è andata, via via, diluendosi, ma questo non perché si è interrotto il processo d'investimento sull'*asset* immobiliare, che anzi prosegue nelle forme che vedremo di qui a poco. Forse possiamo dirci, insieme a qualche altro raro investitore istituzionale, uno dei pochi investitori istituzionali domestici che ancora è nelle condizioni, anche per composizione patrimoniale, di continuare a investire anche nel mercato immobiliare domestico.

Parlavo di progressiva diluizione, perché il patrimonio è aumentato grazie anche ai flussi contributivi, ma non solo. Esso è aumentato e quindi si è progressivamente diluita la percentuale destinata all'*asset* immobiliare, pur non interrompendo l'investimento in questo *asset*. Quella che è progressivamente aumentata è stata sicuramente la componente aziona-

ria, soprattutto se paragonata ai primi anni di investimento, pur rimanendo rigorosamente entro determinati limiti quantitativi e qualitativi, tali da rispettare un profilo di rischio prudente, quale quello coerente e consono a un istituto di previdenza. Come potete vedere anche dal grafico, è andata progressivamente aumentando, soprattutto negli ultimissimi anni, la componente definita «Ritorno assoluto e investimenti reali», all'interno della quale diventa sempre più importante – lo vedremo più in dettaglio nello scorrere della presentazione – la componente destinata agli investimenti domestici, che declineremo e qualificheremo di qui a poco.

Come dicevo in precedenza, il patrimonio è cresciuto vertiginosamente non solo grazie al saldo contributivo, ma anche grazie ai proventi della gestione finanziaria. Rispettivamente a pagina 6 e a pagina 7 del documento, potete vedere lo sviluppo, negli ultimi anni, dei rendimenti ottenuti sia da un punto di vista contabile, sia da un punto di vista gestionale, ovvero a valori di mercato. Nel grafico a pagina 6 potete quindi vedere il rendimento contabile, ovvero quello che effettivamente, seguendo i principi contabili, ha accresciuto il rendimento contabile del patrimonio dell'ente, e, nel grafico a pagina 7, il rendimento gestionale, ovvero quella che, date le evoluzioni effettive realizzate sul mercato, è stata effettivamente la remunerazione degli investimenti, che costituisce il vero e proprio parametro di giudizio sulla bontà o meno della gestione patrimoniale. Non a caso, un anno eclatante è stato il 2018, laddove, a fronte di un risultato gestionale negativo, a causa dell'andamento dei mercati, che abbiamo conosciuto tutti (fra l'altro è stato l'unico caso negli ultimi anni), si è registrato altresì un rendimento contabile positivo, proprio per la differenza dei principi di valutazione. Quest'anno, secondo un dato aggiornato al 30 ottobre, entrambi i risultati presentano numeri davvero molto importanti e positivi, che, dal punto di vista gestionale, hanno più che controbilanciato la leggera penalizzazione registrata lo scorso anno. Oggi come oggi abbiamo, come contributo all'aumento del patrimonio complessivo, una distribuzione quasi paritaria tra l'incremento contributivo – o, meglio ancora, il saldo previdenziale – e il saldo finanziario. Quindi abbiamo numeri importanti anche con riferimento alla gestione patrimoniale.

Per quel che riguarda il processo di investimento, come dicevo in precedenza, la dimensione e la complessità progressiva del patrimonio necessitavano evidentemente di un'organizzazione anche normativa interna, perché, come sappiamo tutti, gli aspetti normativi esterni non sono ancora espliciti, almeno per quel che riguarda le casse di previdenza, seppure è evidente che – come dimostrano sia il nostro documento sulla politica di investimento, sia il contributo che abbiamo offerto alla realizzazione dei principi di autoregolamentazione adottati dall'ADEPP, l'Associazione degli enti previdenziali privati, in materia di gestione finanziaria – il riferimento alla normativa già realizzata per i fondi complementari è importante. Sono però ancora presenti alcuni nodi, che, a nostro avviso, andrebbero sciolti, con l'esplicita emanazione di un provvedimento riguardante direttamente le casse. Ci sono infatti alcuni aspetti, primo fra tutti l'adozione del codice degli appalti per la selezione dei gestori, nonché alcuni

aspetti relativi all'esplicita individuazione di limiti gestionali (che peraltro vanno assolutamente in controtendenza, a nostro modo di vedere, con la volontà del legislatore di stimolare gli investimenti nell'economia reale e in particolare in quella domestica), che costituiscono oggettivamente delle criticità, rispetto a quanto invece previsto nella normativa per i fondi complementari.

Aggiungo a tal proposito, essendoci stata una sollecitazione di ordine normativo, che anche gli elementi normativi a livello europeo (ahinoi dal nostro punto di vista) non considerano, non prevedono, nel loro perimetro di azione, le casse di previdenza, perché sia la direttiva IORP II, sia la normativa sui diritti degli investitori fanno riferimento sempre e solo ai fondi complementari e non alle casse di previdenza che, ovviamente, anche nel quadro europeo, costituiscono *un unicum*, essendo originariamente di primo e non di secondo pilastro.

Come dicevo, il processo d'investimento è assolutamente formalizzato in un documento che viene regolarmente distribuito alla Covip allorquando deve espletare la sua attività di controllo annuale; tendenzialmente è aggiornato anch'esso ogni anno, a seconda delle eventuali modifiche che l'ente ritiene di dover apportare a tale documento.

Il presidente Puglia ha posto interrogativi sul conflitto d'interesse: Inarcassa ha risolto a monte tale problema, al di là del disciplinare nel dettaglio tale aspetto, in quanto, come rappresentava anche il direttore Mizzau, non prevede la figura del consulente esterno sugli investimenti. Viene quindi eliminato a monte questo potenziale conflitto di interesse, in quanto nel processo di investimento sono declinate le responsabilità di tutti gli organi dell'ente, a partire dalla direzione patrimonio che elabora autonomamente le proposte d'investimento, fino ad arrivare al consiglio di amministrazione, che è l'ente assoluto che delibera e prende decisioni d'investimento. A monte non vi è, dunque, un conflitto d'interessi; gli unici *outsourcer* dell'ente sono due, il primo dei quali è il consulente di gestione del rischio, che però si limita (anche se è un ruolo importante) a misurare i rischi per il portafoglio; ogni mese regolarmente il consiglio di amministrazione è edotto sull'evoluzione del rischio finanziario puntuale del portafoglio in tutte le sue componenti. Abbiamo un'unica banca depositaria, che oramai da oltre un decennio costituisce una peculiarità di Inarcassa, dove sono accentrati tutti gli *asset* del patrimonio e ciò consente di realizzare un controllo puntuale e rigoroso da parte della banca depositaria stessa (quindi questo, sì, è un ente esterno) sull'attività di gestione, in termini di rispetto dei limiti regolamentari, dei limiti normativi, dei limiti descritti nell'eventuale delega di gestione sottoscritta; inoltre, è anche un'assicurazione della validità e della bontà di quei numeri relativi ai rendimenti di cui abbiamo discusso in precedenza.

Da due anni è intervenuto, come istituzione esterna, il consulente, l'*advisor* sul rischio *environmental, social and governance* (ESG), perché Inarcassa da oltre due anni e mezzo è sottoscrittrice dei principi di investimento responsabile delle Nazioni Unite. Da tale adesione ha avviato un percorso a cui la *governance* ha devoluto un fortissimo *commitment* di ado-

zione e integrazione dei principi ESG all'interno del processo di investimento stesso; anch'essi sono formalizzati come principi all'interno di tale documento, quindi in fase sia di selezione, sia soprattutto di misurazione dei rischi ESG l'ente si avvale di un consulente esterno. Ovviamente – e non potrebbe essere altrimenti – tutti e tre questi soggetti, che, come ripeto, sono le uniche figure esterne, nessuna delle quali interviene attivamente nelle decisioni d'investimento ma solo nella misurazione delle loro conseguenze, sono stati selezionati tramite bando di gara pubblica, secondo il codice degli appalti.

Qualora ce ne fosse bisogno, nel documento descriviamo tutti gli attori che intervengo nel processo d'investimento, a partire dalla detenzione del patrimonio, che analizza i mercati, monitora l'attuale composizione del portafoglio e ne fa discendere eventuali proposte al consiglio di amministrazione, che attualmente è composto, sotto la mia responsabilità, da 12 risorse, progressivamente aumentate in linea con l'evoluzione dimensionale del patrimonio. C'è una funzione amministrativa che fa da *back office* e si occupa dei rendimenti contabili (non potrebbe essere altrimenti, producendo il bilancio) e poi il consiglio d'amministrazione, che è l'ente supremo della funzione decisionale.

Oltre a questi soggetti esterni, ci sono diverse figure di controllo, come è stato oramai desunto da un dibattito acceso in tal materia, anche in assenza di una disciplina esplicita. Le casse di previdenza e Inarcassa tra esse hanno diversi organi di controllo che vigilano sul proprio operato: alcuni sono interni, come la banca depositaria (cui ho già fatto riferimento), la società di controllo del rischio, il collegio sindacale; tra quelli esterni ci sono i ministeri competenti, la Corte dei conti, la Covip e la Commissione bicamerale.

*MISIANI MAZZACUVA.* Signor Presidente, ringrazio lei e i componenti della Commissione per questa convocazione, perché la ritengo un'occasione preziosa e non frequente di confronto sulle materie maggiormente delicate circa l'attività delle casse.

Ritengo opportuno dare rapidamente qualche sintetica informazione sul collegio sindacale di Inarcassa. Il collegio che ho l'onore di presiedere, in rappresentanza del Ministero del lavoro e delle politiche sociali, si è insediato nel luglio del 2016 e si compone di cinque membri: oltre a me, un componente in rappresentanza del Ministero dell'economia e delle finanze, uno in rappresentanza del Ministero della giustizia e due componenti designati dal comitato nazionale dei delegati (un ingegnere e un architetto). Come dicevo, è un mandato quinquennale, quindi scadrà nel 2021.

Il collegio opera attraverso delle riunioni periodiche e attua un controllo attento nella gestione dell'ente; in particolare, partecipa costantemente alle riunioni del consiglio d'amministrazione e della giunta esecutiva chiedendo o fornendo, ove richiesto, delucidazioni e chiarimenti sulle varie materie. Predispone la relazione al bilancio preventivo e al bilancio consultivo, che sottopone poi al comitato nazionale dei delegati; procede

naturalmente alle verifiche previste dalla normativa, in particolare alle verifiche periodiche di cassa, nonché a delle verifiche a campione sui principali fatti ed atti gestionali dell'ente, sulla base di una programmazione annuale, fatta ad inizio anno, e anche sulla base delle esigenze che, di volta in volta, sorgono in corso d'anno, ad esempio con riferimento alle novità normative che si pongono.

Lo scambio di informazioni con la funzione di *audit* interna alla cassa è particolarmente proficuo. Nel corso di questo triennio posso dirvi che il collegio ha avviato dei *focus* approfonditi su taluni argomenti, in particolare sulla *compliance* della cassa rispetto ad una pluralità di normative, molte delle quali, come sappiamo, scontano e presuppongono l'attrazione dell'ente nel perimetro della pubblica amministrazione per così dire allargata. Cito, a titolo meramente esemplificativo, gli obblighi di contenimento della spesa pubblica, la cosiddetta *spending review*, gli obblighi di pubblicità e di trasparenza, non ultima anche tutta la materia dell'applicazione del codice dei contratti. Si tratta di una materia che, come sappiamo, è particolarmente complessa e in continua evoluzione per due dati fondamentali che ne fanno in un certo qual modo *un unicum*: da un lato, il susseguirsi della copiosa produzione giurisprudenziale amministrativa, dall'altro, le molte delibere e linee guida dell'ANAC, che integrano la normativa con la cosiddetta *soft law*, rispetto alla quale gli operatori sono chiamati a una grande attenzione e a un continuo adeguamento.

Andando a vedere la metodologia adottata dal collegio, generalmente esso prende le mosse dalla verifica puntuale di un atto deliberativo o contabile, ad esempio una delibera del consiglio d'amministrazione o un mandato di pagamento, per poi risalire agli atti e ai documenti presupposti, chiedendo l'integrazione documentale agli uffici della cassa e così lavorando a ritroso sulle scelte della cassa. Ad esempio, tornando al discorso della procedura di evidenza pubblica e quindi dell'applicazione del codice dei contratti, si parte dalla documentazione relativa al pagamento di una fattura elettronica di un fornitore, per risalire alla documentazione contrattuale e, ancora a ritroso, al corretto svolgimento delle procedure previste dal codice contratti, comprendendo anche la verifica del rispetto degli obblighi di trasparenza e di pubblicità.

Devo dire che, da questo punto di vista, c'è un'interlocuzione costante e molto costruttiva con gli uffici, che hanno sempre dimostrato grande prontezza e disponibilità nel confrontarsi con il collegio, fornendo gli elementi conoscitivi richiesti e anche prendendo atto delle osservazioni e degli spunti del collegio, anche nel caso in cui fossero semplicemente finalizzati ad affinare e a migliorare le procedure.

Fatta questa sintetica premessa, venendo agli specifici temi affrontati in questa sede, ritengo che il presidente, il direttore generale e il dottor Granata abbiano già offerto una panoramica esaustiva dell'attività dell'ente. Di certo l'attività deve porsi e si pone – direi quasi ontologicamente – in linea con gli obiettivi di sostenibilità nel lungo periodo della cassa, che è attestata da un bilancio tecnico attuariale, che la cassa predispone ogni due anni e quindi più frequentemente rispetto al termine di tre

anni, previsto in generale, e su un orizzonte temporale, che proietta le principali variabili economico-patrimoniali sui cinquant'anni.

In questo ambito di generale sostenibilità, devo dire che, a fronte di una riforma che nel 2012 ha portato Inarcassa ad attuare immediatamente il metodo contributivo e, quindi, a fronte di una spesa previdenziale che si avvia alla completa maturazione e che sempre di più risente della riforma strutturale del 2012, Inarcassa ha implementato, negli ultimi anni, delle iniziative di carattere assistenziale, iscrivendole in un principio di adeguatezza delle prestazioni a 360 gradi e, quindi, attraverso diverse iniziative, che si sono moltiplicate, a sostegno del reddito, della professione, della salute e della famiglia, pur sempre però – lo ripeto – tenendo conto e rispettando il principio della sostenibilità.

Per quanto riguarda invece la politica degli investimenti, com'è stato detto, la cassa ha comunque operato, negli ultimi anni, in assenza del completamento normativo, dovuto alla mancata adozione, fino ad ora, del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministero del lavoro e delle politiche sociali, e sentita la Commissione di vigilanza sui fondi pensione (Covip), che deve essere adottato secondo quanto previsto dal decreto-legge n. 98 del 2011.

In questi otto anni, però, la cassa si è organizzata sviluppando delle buone pratiche, molte delle quali sostanzialmente anticipano i contenuti della normativa in divenire. Ricordo, a tal proposito, l'adozione di una struttura, la Direzione patrimonio, costantemente implementata per reggere la sfida di un'attività sempre più complessa, ma anche l'adozione e il tempestivo aggiornamento del manuale dei processi operativi e di investimento, che individua i compiti e le responsabilità dei singoli attori, ma anche gli obiettivi, i criteri e le modalità di verifica del *feedback*.

Naturalmente il collegio non entra nelle scelte del singolo investimento, ma verifica e valuta il punto di vista – mi si consenta il termine architettonico – ossia la tenuta e l'adeguatezza dei presidi, che sono posti, nell'ambito di questa materia, a tutela dei principi disposti dalla legge. Sotto questo profilo, oltre all'aspetto organizzativo, devo sottolineare la procedura di evidenza pubblica attraverso la quale vengono individuati non solo il *risk manager*, ma anche la banca depositaria, la banca tesoriera e i consulenti ESG (*environment, social and governance*). Come è stato già detto, in particolare il *risk manager* non solo viene individuato sulla base di una procedura di evidenza pubblica – fra i criteri vi è anche quello della massima indipendenza dalle società d'investimento – ma vi è anche l'esplicito divieto di proporre ad Inarcassa specifici prodotti di investimento.

Ricordo poi anche l'approvazione di un codice etico per i dipendenti, i dirigenti, i consulenti e i fornitori della cassa e anche l'adozione di un piano anticorruzione da parte della Cassa, che viene aggiornato annualmente.

Certamente, in questo contesto l'adozione del decreto ministeriale, previsto dal decreto-legge n. 98 del 2011, è assolutamente e oggettivamente auspicabile, perché consentirà una omogeneità e una uniformità

delle attività e dei processi di investimento e delle procedure adottate dalle casse, sebbene – lo ripeto – in un periodo storico che non ha visto le casse ferme su questo aspetto.

Confido dunque di aver fornito gli elementi essenziali sull'attività del collegio e rimango a disposizione per rispondere ad eventuali domande. Ringrazio nuovamente per la convocazione odierna e auspico che vi possano essere in futuro altre possibilità e occasioni di confronto.

PRESIDENTE. Chiedo ai colleghi commissari se intendono rivolgere domande ai nostri auditi.

PAGANO Alessandro (*Lega*). Le osservazioni da fare potrebbero essere tante, pur nel pieno riconoscimento della positività dell'azione compiuta. Mi permetto dunque di rivolgere qualche domanda a tutto campo. Quando parlate dei criteri di attuazione delle politiche di investimento e quindi della programmazione, giustamente, come da prassi, dite che la valutazione dell'intero patrimonio deve avvenire a valore di mercato e che la valutazione degli investimenti deve tenere conto non solo dal punto di vista del rendimento atteso, ma anche del rischio assunto per il raggiungimento del risultato. Rivolgendomi a tutti i nostri auditi – e dunque alla *governance*, alla direzione e al collegio dei revisori – vorrei sapere come viene contabilizzato il mancato raggiungimento rispetto alle attese. Mi interessa saperlo, anche per fare un parallelo su alcune cose che ho visto a proposito di altre casse e che mi hanno fatto sorgere una riflessione.

Rivolgo poi un'altra domanda a proposito delle società di gestione del risparmio-SGR. Fiscalmente c'è un vantaggio fiscale, perché l'IVA viene recuperata. Di certo questo aspetto non è insignificante, perché mi pare che abbiate una settantina di milioni di IVA recuperata: correggetemi se sbaglio, perché ovviamente il tempo per guardare le carte è sempre molto poco. Al netto di questo, devo pensare che un minimo di parallelo con quello che succede fuori dall'Italia va fatto. In generale, i rendimenti delle casse sono supportati a pieno titolo dalle SGR, che in alcuni casi sono addirittura copiosamente rappresentate; tuttavia, rispetto a quello che succede fuori dei confini nazionali, i rendimenti sono nettamente inferiori e vorrei capirne il motivo. Ciò non è giustificato dal fatto che il mercato italiano non è più quello di quindici o di vent'anni fa, perché da quello che si dice mi risulta che anche all'epoca erano più bassi. Oggi, però, c'è una forte diversificazione degli investimenti all'estero, pertanto non è sostenibile l'argomentazione in base alla quale in Italia il rendimento sarebbe X, mentre fuori dai confini nazionali è X+Y.

Le SGR si comportano da *dominus*, quindi ritengo che qualche osservazione sia necessaria; non parlo di sospetto, che è lontano dai miei pensieri, però qualcuno si deve interrogare sulle ragioni di tutto questo. Perché le opportunità migliori non vengono mai colte dal mercato italiano e invece vengono offerte in altri contesti internazionali?

A questo punto vorrei una valutazione di tipo politico, forse anche traumatica, rispetto a una rivoluzione legislativa che dia un peso maggiore ai *manager* supportati da SGR (per carità, guai se ciò non avvenisse, ma non più con questo peso); mi riferisco a una responsabilità che venga attribuita in capo a *manager* internazionali, se dovessero mancare quelli nazionali (purtroppo la realtà è che il meglio di questo mercato si trova fuori dai confini nazionali), adeguatamente remunerati, perché nessuno viene qui a cimentarsi *gratis*. Peraltro, con le nostre leggi il rischio è altissimo. Vorrei sapere come viene immaginato questo scenario da Inarcassa, che è certamente anche tra le più performanti, quindi il vostro giudizio sarebbe per me molto utile, anche tecnicamente.

LANNUTTI (*M5S*). Signor Presidente, vorrei fare alcune domande. Avendo una trentina d'anni di esperienza nel settore mi complimento per l'evoluzione del patrimonio e dei rendimenti: fatti salvi il 2018 e il 2011, avete conseguito risultati molto importanti. Tra l'altro, notavo che nel 2017 il patrimonio netto era di 10,676 milioni di euro, mentre nel 2018 era di 10,634 milioni di euro, con una leggera flessione. Questo è il bilancio che avete approvato.

Riprendendo l'intervento del collega, vorrei fare un'osservazione sull'esterofilia: è vero che avete fatto una gara pubblica, ma la banca depositaria prima era BNP Paribas, poi Société générale securities services (SGSS). Mi pongo questo interrogativo anche perché è in atto una colonizzazione della Francia rispetto all'Italia (da ultimo vi è il caso di Medio-banca, con Del Vecchio).

A parte questo, tra gli investimenti, il rendimento dell'immobiliare è molto importante e infatti, raggiungendo il 5,4 per cento, rappresenta un *record*; altre casse hanno rendimenti molto inferiori. Tra gli investimenti ho visto che nell'ambito azionario (che rappresenta il 5 per cento degli investimenti) figurano molte aziende italiane: Fincantieri, ENI, Terna, Snam, Italgas, Intesa-San Paolo, ENAV, eccetera. Un'altra quota di investimento è riservata alla Pedemontana.

Avete poi colto una grande occasione con la Banca d'Italia, con le dismissioni che ci sono state e la conseguente rivalutazione delle quote da 156.000 euro a 7,5 miliardi di euro, che tra l'altro voi contestaste nella scorsa legislatura.

Vorrei conoscere la suddivisione nel settore obbligazionario (10,2 per cento). I titoli di Stato italiani avevano un buon rendimento, che oggi invece scende; pertanto vorrei sapere come vi regolerete nella sostituzione alle scadenze.

PRESIDENTE. Prima di cedere la parola al presidente, a cui poi chiederò di regolarsi autonomamente e quindi di far rispondere gli altri intervenuti, vorrei fare una domanda un po' più specifica.

I dati affermano che come Inarcassa riuscite ad avere un'autoregolamentazione puntuale e precisa che vi consente di fare investimenti prudenti. Avete prima accennato al fatto di essere sottoposti al codice degli

appalti, quindi vorrei capire cosa può succedere in questo caso. Il mondo odierno è molto veloce, spesso le decisioni devono essere rapide e devono cambiare velocemente nel momento in cui quella presa non è giusta. Forse questo potrebbe non essere più possibile con una regolamentazione che vi vede totalmente soggetti al codice degli appalti? Vorrei una vostra riflessione al riguardo.

Un altro aspetto di cui si è parlato – ne accennava appunto il dottor Misiani Mazzacuva – è il divieto, che avete inserito all'interno della vostra regolamentazione con riferimento a specifici prodotti d'investimento. Vorrei sapere quali sono e, se possibile, anche conoscere la *ratio* per cui è stata disposta questa norma restrittiva. Ovviamente posso soltanto intuirlo, però sentirlo direttamente da voi potrebbe essere molto interessante.

In conclusione, si è parlato tantissimo di investire in Italia e oggi, più che in passato, è il momento opportuno, perché i tassi sono molto bassi e dunque sarebbe opportuno investire proprio nelle economie reali. Mi rendo conto che l'Italia non è l'unico Paese, però vorrei capire, da chi può spiegarcelo, almeno secondo il vostro punto di vista, cosa non consente a un investitore di guardare all'Italia con interesse. È forse perché ci sono pochi prodotti e dunque gli investitori non riescono a esprimersi totalmente? Probabilmente l'Italia è all'inizio di un percorso del genere, me ne rendo conto, perché abbiamo cominciato tardi e forse non abbiamo tantissimi prodotti.

La Commissione vuole veramente capire, per agevolare un percorso e porre delle garanzie che vi consentano di fare degli investimenti oculati, perché – ricordiamolo sempre – si tratta del futuro delle persone: non siete infatti solo degli investitori, ma tra le vostre attività avete una parte di capitale che va investito.

*SANTORO.* Affronterò le domande con un taglio politico e poi passerò la parola al dottor Granata, per rispondere alle domande poste sulle valutazioni a quota di mercato, sulla contabilizzazione del mancato raggiungimento degli obiettivi, sui divieti specifici e sulla parte nazionale.

Parto da una considerazione, che per me è importante. Le casse di previdenza hanno ovviamente un retaggio ordinistico. I loro rappresentanti vengono eletti dalle assemblee provinciali o regionali e sono espressione di questa attività. Di certo molti dei nostri iscritti non sono avvezzi alle materie fiscali, commerciali ed economiche e anche agli investimenti e pertanto Inarcassa auspica da molto tempo che la *governance* sia formata, oltre che essere informata. Il fatto che ci siano dei *manager* assolutamente degni e importanti, che hanno un peso di rilievo nell'attività, in qualche caso – ahimè – non ha offerto risposte molto brillanti da questo punto di vista. Quella di avere una *governance* informata e formata è una delle regole che ci siamo dati, aderendo ai criteri ESG (acronimo in cui la lettera «G» sta proprio per *governance*), affinché la *governance* stessa sia adattata a questi temi. Il presidente di Inarcassa ha fatto un *master* sulla previdenza, ma anche gli altri consiglieri cercano di adattarsi e di studiare. Ovviamente una rivoluzione legislativa in questo senso dovrebbe comun-

que guardare in parte al punto di vista ordinistico e in parte al punto di vista manageriale.

Per quel che riguarda l'investimento immobiliare, Inarcassa ha fatto la scelta di non investire all'estero in modo diretto (ma ovviamente abbiamo dei fondi). Riteniamo infatti che investire direttamente su un immobile all'estero e non averne il controllo immediato, a meno che non si tratti di un presidio particolare, non sia molto conveniente. Crediamo molto di più nel patrimonio italiano, che però, ahimè, ha un grande problema *ab origine*. Fino al 1995 il patrimonio immobiliare della casse di previdenza era costituito da caserme, e beni dell'Agenzia delle entrate, del demanio e delle prefetture, cioè tutti immobili che lo Stato decideva di conferire attraverso la vendita alle casse di previdenza e il cui rendimento, purtroppo, nel tempo è rimasto ancorato ad un livello molto basso. È proprio per questo che, a un certo punto della nostra storia, nel 2008, abbiamo deciso – anche per i grandissimi vantaggi dal punto di vista fiscale, non ultimo quello dell'IVA, ma anche in considerazione del fatto che le ristrutturazioni ordinarie e straordinarie per noi erano un costo puro – di fare un bando attraverso la Banca d'Italia – forse uno dei primi e degli ultimi – che ha consentito in primo luogo un risparmio sull'IVA e su tutti gli oneri connessi, in secondo luogo dei costi di gestione veramente bassissimi rispetto a tutti gli altri e, in terzo luogo, di mantenere sempre e comunque il controllo in capo ad Inarcassa. Il comitato consultivo è infatti composto da delegati di Inarcassa, dal presidente di Inarcassa e da tutti gli altri consiglieri, che hanno un diretto controllo su questo tipo di attività. Di certo però è interessante immaginare una *governance* per cui allo stesso tavolo possano sedere soggetti che svolgono attività ordinarie e attività manageriali, ovviamente con una normativa sul conflitto d'interessi tutta da disegnare e da valutare: devo dire che sarebbe una sfida interessante.

Per quanto riguarda il panorama generale, Inarcassa è stata sempre curiosa e già dal 2004 è presente nel mondo del *private equity*; anche grazie all'aiuto della banca depositaria, c'è una valutazione giornaliera del *net asset value* (NAV) dell'intero patrimonio. Per noi ciò è fondamentale, perché giorno dopo giorno abbiamo l'esatta cognizione della nostra attività.

Prima di passare la parola al dottor Granata, concludo rilevando che il codice degli appalti, a mio avviso, risente di un problema di velocità. Nel momento in cui il consiglio di amministrazione decide, le nostre risorse vanno immediatamente in cabina di regia e prevedono l'acquisto, la dismissione, la richiesta di vendita o la richiesta d'interesse verso un portafoglio: questo per noi è un fatto fondamentale, in termini di azione e reazione. Ovviamente una gara ha tempi molto più lunghi e poi si deve considerare che non c'è più una gara, in Italia, in cui il secondo non faccia ricorso sull'assegnazione dell'appalto al vincitore. Quindi, in una qualsiasi ipotesi di gara, per qualunque tipo di ragione o motivo ci sarebbe un ricorso nei confronti del vincitore, che farebbe perdere tantissimo tempo. Ciò è dimostrato dal fatto che ormai abbiamo ricorsi nelle

gare per il *call center*, così come in quelle per l'assicurazione di responsabilità civile (RC) professionale: in qualunque tipo di gara, il secondo arrivato fa sempre ricorso sull'assegnazione al vincitore, facendo allungare i tempi in maniera enorme.

PAGANO Alessandro (*Legha*). Come si risolve questo problema?

SANTORO. Si risolve con delle *best practice*, che pensiamo di avere. Abbiamo infatti una struttura adeguata e, ovviamente, a portafogli definiti corrispondono strutture definite. Una piccola cassa non può permettersi di fare investimenti che costituiscano passi più lunghi della sua gamba, anche perché deve avere delle risorse adeguate. Per quanto riguarda l'attività, ci siamo sempre proposti secondo la buona diligenza, anche in relazione ai rendimenti, di cui parlerà il dottor Granata. Quindici anni di storia ci dicono che un buon assetto ha sempre dato buoni risultati: nel caso di una gara assegnata ad un vincitore, se i rendimenti non sono coerenti, voglio vedere come si fa a tornare indietro e togliere il mandato a quel vincitore.

Finisco parlando degli investimenti in Italia. In Italia non c'è una regola certa. Inarcassa sarebbe la prima ad offrire un patrimonio d'investimento ad un gestore, con tempi e risposte certi. A me va bene che un investimento dopo tre o quattro mesi non venga più portato avanti, l'importante è che ci venga detto se, dopo tre mesi, il progetto si può fare o meno. Un investitore estero non viene in Italia proprio perché non ha la certezza dell'investimento. Poi è anche accettabile che, dopo tre mesi, un investimento si possa non fare, ma in Italia siamo maestri nell'allungare i tempi della decisione e nel far passare mesi prima di avere una risposta. In Italia non esiste una certezza dell'investimento e così gli investitori esteri ci guardano con ritrosia. Figuriamoci poi cosa accade con le gare e i contratti, motivo per cui, nel momento in cui passasse questa disciplina relativa alla gara d'appalto, secondo noi parteciperebbero soltanto gli investitori italiani, mentre quelli esteri si terrebbero molto alla larga da queste beghe.

Pertanto non occorrono soltanto investimenti veloci, ma anche coerenti e congrui. Il 46 per cento del nostro portafoglio guarda all'Italia e in particolare all'economia reale (avete sentito prima il senatore Lannutti); non c'è un'attività azionaria italiana che non ci veda presenti a buon livello e in qualche caso, come ad esempio in Fincantieri, siamo presenti nel consiglio di amministrazione, il presidente del collegio sindacale è espressione di Inarcassa e uno dei due componenti del nuovo consiglio è nominato da noi.

Passerei ora la parola al dottor Granata per rispondere a tutti i quesiti tecnici.

GRANATA. Signor Presidente, cercherò di ripercorrere le domande, sperando di non dimenticarne nessuna.

Per quanto riguarda il mancato raggiungimento degli obiettivi, come diceva il presidente in apertura, grazie al calcolo del rendimento puntuale

giornaliero effettuato dalla banca depositaria riusciamo ad ottenere la visibilità immediata del *trend* dei nostri rendimenti, non solo in termini assoluti ma – in questo senso immagino di venire alla sua sollecitazione – anche rispetto agli obiettivi prefissati in termini di *benchmark*. Noi abbiamo dei parametri di riferimento per l'intero patrimonio e, per ogni singola componente e ogni giorno, attraverso la banca depositaria, cumulando il risultato dall'inizio dell'anno, a tre o a cinque anni, abbiamo l'analisi puntuale della *performance* della nostra componente patrimoniale rispetto ai parametri di riferimento che l'ente si è voluto dare e che, tutto sommato, nel corso degli anni ha pressoché rispettato, al netto dei costi sostenuti.

Il discorso dell'IVA non recuperata non l'ho compreso, faccio ammenda. (*Commenti*). La cassa di previdenza in quanto tale è un soggetto passivo IVA, quindi la paga e non la può scaricare. Esclusivamente sull'*asset* immobiliare la cassa può incasolare – mi permetta il termine – il patrimonio storico immobiliare in un veicolo di investimento autorizzato e gestito da una SGR, che ha invece un regime che permette la compensazione tra IVA attiva e passiva. Tuttavia – lo ripeto – ciò è esclusivamente limitato all'aspetto immobiliare gestito da Fabrica immobiliare SGR, che è la nostra società di gestione del risparmio. Si tratta quindi di una piccola componente; sul resto paghiamo l'IVA per i servizi di gestione, come è previsto dalla normativa.

Si è poi parlato di rendimenti più bassi delle casse rispetto agli altri. Se me lo permette, prendo sempre a riferimento i risultati di Inarcassa, perché non mi permetto minimamente di giudicare i rendimenti degli altri. Puntualmente viene offerto al consiglio e al comitato nazionale il paragone o il confronto della *performance* di Inarcassa con tutti gli altri fondi complementari italiani e risulta tradizionalmente più che dignitoso. Tuttavia, anche allorquando siamo chiamati a confrontarci nei consessi internazionali con altri *performer* del mondo previdenziale, deve essere innanzitutto fatto un distinguo: come dicevo anche prima in relazione alla normativa, tendenzialmente i paragoni vengono fatti – e non potrebbe essere altrimenti vista la mancanza di alternative – sempre con fondi complementari, quindi di secondo pilastro. Inoltre è facilmente comprensibile che il profilo di rischio e anche la componente del patrimonio del fondo complementare di secondo pilastro siano diversi rispetto a quella di primo pilastro, quindi sono anche due realtà difficilmente comparabili. Ciononostante ci siamo sempre collocati dignitosamente anche e soprattutto nei confronti dei fondi complementari, spagnoli e francesi in particolare (che peraltro sono sottoposti a una normativa eccessivamente rigorosa), nonché tedeschi. Sono molto più aggressivi quelli di stampo anglosassone e nordico, perché hanno anche un profilo di rischio decisamente diverso. Per dirlo brevemente, per motivi di rischiosità limitata, per noi la componente azionaria è contenuta al massimo in un quarto del patrimonio, mentre nei fondi pensione inglesi o nordici viaggia fra il 50 e 60 per cento e questo, in un ciclo finanziario decisamente positivo per i mercati azionari, fa la differenza.

Per quanto riguarda le sollecitazioni del senatore Lannutti, la banca depositaria, come si è detto più volte, viene selezionata secondo la procedura del codice degli appalti. Non siamo noi a preferire eventuali entità estere rispetto a quelle italiane, ciò è frutto della gara e quindi non ci possiamo fare nulla. Peraltro bisogna partire dal presupposto che Société générale securities services (SGSS) è a tutti gli effetti un'istituzione veramente di diritto italiano e partecipa alle gare in questa veste; non a caso è localizzata a Torino e a Milano. Evidentemente è una filiale/succursale della casa madre francese, ma tutta l'organizzazione e tutto il personale sono composti – chiedo scusa per il termine un po' brusco – da fuoriusciti di personale e organizzazioni delle nostre banche principali, che hanno deciso per loro volontà di dismettere tutta l'attività di banca depositaria al proprio interno.

Ringrazio per la positiva valutazione sui rendimenti immobiliari e non dico altro. La componente obbligazionaria italiana oggi come oggi (ma anche tradizionalmente), al di là della dimensione assoluta, è quasi esclusivamente destinata ai titoli di Stato, in particolar modo in questo contesto a quelli a media e lunga scadenza, in primo luogo perché sono le uniche scadenze che riescono ad avere un rendimento atteso più o meno dignitoso. Sappiamo oramai che i rendimenti obbligazionari, soprattutto quelli non italiani ma anche quelli italiani fino a determinate scadenze, sono addirittura negativi e questo è un problema cruciale anche in un'ottica di stabilità e adeguatezza dei rendimenti al fine della remunerazione pensionistica. La componente obbligazionaria è quindi fatta di titoli di Stato a media e lunga scadenza e in piccola parte di emissioni obbligazionarie di aziende italiane quotate.

Venendo agli investimenti in Italia, Inarcassa è fra i pochi enti ad avere all'interno del proprio patrimonio una componente non indifferente destinata agli investimenti italiani, peraltro qualitativamente particolari. Intendo dire che gli investimenti dedicati proprio alle aziende italiane, sia nella forma quotata sia in quella non quotata (a parte Banca d'Italia), sono i più rilevanti nel panorama domestico italiano. Faccio riferimento a fondi di *private equity*, che destinano capitale e credito alle piccole e medie aziende non quotate, e a fondi infrastrutturali, che destinano risorse non irrilevanti a società non quotate impegnate nel campo infrastrutturale italiano. In termini di massa di denaro messa a disposizione siamo fra i 500 e i 600 milioni di patrimonio, con un impegno che arriva quasi al miliardo. Ci sono quindi altri 300-400 milioni già da adesso eventualmente destinabili; come voi sapete, dipende dalle società richiamare queste risorse secondo le loro necessità, ma come impegno arriviamo fino a un miliardo. Questo esclusivamente sulle aziende italiane non quotate, fra capitale, debito, credito elargito e infrastrutture. Sinceramente non è vero che a noi non piace l'Italia rispetto all'estero, anzi; evidentemente il tutto va inserito in un contesto di profilo rischio-rendimento adeguato.

Vorrei fare un ultimo passaggio sulla regolamentazione e sul codice degli appalti. Ovviamente ha già detto quasi tutto il presidente; aggiungo solamente che le nostre perplessità sull'adozione del codice degli appalti

all'interno del mondo delle casse non sono espresse in assoluto, tanto è vero che regolarmente la banca depositaria e tesoriera vengono selezionate con tali modalità; è nello specifico per l'adozione degli investimenti finanziari che lo riteniamo un procedimento assolutamente inadeguato. Anzi, oggi come oggi, il fatto di non poter procedere tramite soluzioni alternative al codice degli appalti ha fatto sì che Inarcassa spostasse gran parte delle deleghe di gestione, che, fino a quando si poteva, erano effettuate selezionando le controparti attraverso *beauty contest*, utilizzando le *best practice* internazionali, mutate dai fondi pensione internazionali, mettendo a confronto venti o venticinque controparti e quindi rendendo trasparente agli organi di *governance* decisionali tutti i parametri per poter prendere una decisione. Attualmente, non potendo più seguire questa procedura e non potendo oggettivamente seguire il codice degli appalti, la *governance* ha dovuto traslare grandi risorse verso forme di investimento sostanzialmente simili, ma con un costo decisamente superiore. Abbiamo avuto e stiamo subendo un effetto esattamente contrario a quella che era, legittimamente, l'idea dell'introduzione del codice degli appalti, cioè quella di garantire più trasparenza (ne abbiamo di meno) e più economicità (ne abbiamo molta di meno).

PRESIDENTE. Ringrazio i nostri auditi, che ci hanno effettivamente consentito di riflettere su alcuni aspetti, che, molto spesso, visti dall'esterno non sono chiari.

Credo che i tempi siano maturi per riaprire un dibattito sulla questione. Cercherò dunque di promuoverne la riapertura e la Commissione si metterà a disposizione per fare da volano a questo dibattito. Prossimamente potremo convocare un Ufficio di Presidenza integrato, nel quale invitare i rappresentanti delle casse, per ascoltare le loro osservazioni al fine di migliorare il procedimento, in termini di trasparenza e di economicità. Il tutto sempre con lo scopo di assicurare il futuro degli iscritti.

Comunico che, nel corso dell'audizione di Inarcassa, sono state consegnate delle documentazioni che saranno disponibili per la pubblica consultazione nella pagina *web* della Commissione.

Dichiaro conclusa l'audizione odierna e rinvio il seguito dell'indagine conoscitiva ad altra seduta.

*I lavori terminano alle ore 13,08.*



